

2006 年第 4 期  
(总第 25 期)

市场论坛  
MARKET FORUM

No.4,2006  
(Cumulatively No.25)

# 论中国股市“晴雨表”功能的缺失

刘琛

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

【摘要】文章认为中国的股市不能正常反映宏观经济波动状况,二者走势出现明显的异动和背离,并指出这种背离更多是由于我国政府政策导向的变化造成的。

【关键词】股市;宏观经济;股价指数

【中图分类号】F830.91

【文献标识码】A

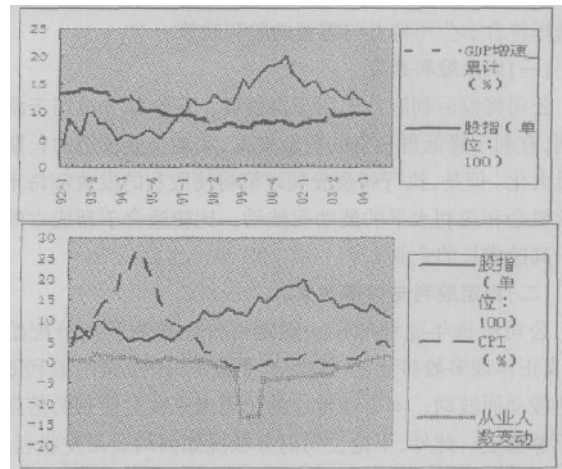
【文章编号】1672- 8777(2006)04- 0178- 02

一般而言,股市被看成是国民经济的“晴雨表”。这一原理最初来源于查理斯·H·道,他认为,由自由竞争市场决定的股票价格,代表了每一个对该股票感兴趣的人士的综合信息及评价。因此,由这些极具代表性的公司股票构成的综合指数是能够代表一个国家的宏观经济形势的,因为投资者来自市场的评价是包含了所有的事实、估计、猜测以及有关各方的希望和恐惧”。实证研究也表明,在美国等拥有成熟股票市场的发达国家里,股价指数与宏观经济指标是具有较高的相关程度的。但从我国的股市走势与经济走势的关系来看,这一机理难以得到有效的实证(王国刚,2000)。也有一些学者通过对中国证券市场发展与经济增长的关系的实证研究,认为中国经济增长与证券市场发展是相辅相成、互相促进的关系(王聪,段西军,2005)。中国股票市场以1990年上海证券交易所和1991年深圳证券交易所的成立为标志,经过十年发展已经初具规模,成为我国社会主义市场经济体系中资本市场的重要组成部分。中国股市到底能否正确反映我国经济波动的周期,是否同样西方股票市场一样具有宏观经济的“晴雨表”作用?我们有必要对其功能的完备性加以分析,找出其不足与原因,使其在中国经济的稳定发展中更好地发挥其应有的作用。

## 一、中国股市“晴雨表”功能的现实观察

让我们先从下面两图来纵观这13年来股价变动与经济增长速度以及整个宏观经济状况之间的关系。我们不难发现,这十几年来我国的GDP增长率均保持在7%以上,宏观经济发展总体上呈现高速增长态势,但股指走势却高低互现,波动运行,经常表现为与宏观经济的背离。(资料来源:CCER数据库,中经网统计数据库)如在1992年至1993年,我国经济大幅度增长,GDP累计增速1993年第三季度达到14.3%,居民消费价格指数迅速攀升,城镇单位从业人数在1993年1季度也比上年同期增加了1.7%,而在此期间,上海A股流通市值加权市场指数却从1992年2季度的870.23骤降到1992年4季的562.74。我国从1993年开始了以反通胀为目标、实现经济“软着陆”的宏观整顿,加之经历1997年东南金融危机,我国的实体经济状况并不景气,由于国内有效需求不足,出现了通货紧缩和经济增长放慢的情况,从业人数也大幅度下降,从1998年4季度到1999年3季度城镇单位从业人数均较上年

同期下降了约13.4%,而在此期间,该股票指数却是持续上扬,从1996年1季的514点一路攀升到1999年3季的1577.16点。近几年就在中国经济保持稳健发展的势头下,股指却从2001年6月的最高点连续下跌,持续走低直到现在,从而与宏观经济呈现出了明显的背离。



## 二、股指走势与宏观经济异动的数据分析

### (一) 数据选取与整理

根据F·莫迪利安尼的生命周期理论,居民财富(包括股票在内的有价证券)的持续增加(不仅有数量的增加,而且包括价格的上涨),会引起消费需求的上升,推动社会总需求曲线向右移动,从而导致总产出增加,在没有达到充分就业的前提下带动就业水平上升,同时伴随着物价的上涨。于是我们可以在股价与总产出、就业、物价之间就建立了一种联系,其相关性越强,说明证券市场的整体走势与国民经济的运行越是一致,越能体现股市的“晴雨表”作用。为了得到较大的样本数据,笔者选取了自1992年到2004年的上海A股流通市值加权市场指数的月度数据,以及GDP增速累计、居民消费价格指数(上年=100)和全部城镇单位从业人员数等宏观经济指标的季度数据,并将股价指数数据作季度的平均,消除其由于市场意外冲击带来的随机价格波动,同时为避免季节趋势带来的误差,三个宏观数据均用以上年同期为基期的发展速度指标衡量

【收稿日期】2006- 03- 12

【作者简介】刘琛(1984- ),女,辽宁沈阳人,厦门大学金融系金融工程专业学生。

## (二) 数据的相关分析

用  $Y$  表示上海 A 股流通市值加权市场指数 (单位: 100),  $X_2, X_3, X_4$  分别表示 GDP 累计增速 (单位: %), 居民消费物价指数 (单位: %) 和从业人数变动率 (单位: %), 用 OLS 方法对 1992-2004 年 52 个季度数据作回归得

$$Y_i = 18.84637742 - 0.6305955274 * X_{2i} - 0.2611091246 * X_{3i} - 0.05653886874 * X_{4i}$$

$$t = (7.379660) \quad (-2.349141) \quad (-3.770556) \quad (-0.458449)$$

$$P = (0.0000) \quad (0.0230) \quad (0.0004) \quad (0.6487)$$

$$R^2 = 0.622361 \quad d = 0.427198$$

该回归结果显示, GDP 增速与 CPI 指数的斜率系数均显著为负, 说明二者与股票价格指数之间呈现负相关关系, 这显然与西方的经济理论相背离, 由该回归我们发现中国股市与宏观经济走势呈现出了明显的异动。可见, 西方该研究结果并不适用于中国, 中国股市无法正确反映我国宏观经济周期, 不具备宏观经济的“晴雨表”功能。

## 三、中国股市与宏观经济背离的原因剖析

由以上的分析我们可以看到, 中国股市的波动很可能是由于其在很大程度上受着市场意外因素的作用, 从而产生了与经济走势的较大偏离。笔者认为, 政策性因素在影响我国证券市场的诸多因素中占最重要地位, 对股价波动的影响最大。

我国证券市场素有“政策市”之称, 其自建立以来, 就一直存在着政策因素对市场的影响。回想每一次暴涨, 每一次暴跌, 无不是源自政策方面的变化。为此, 让我们对我国证券市场过去 10 多年来的历史发展情况分阶段作一个简单的回顾与分析。

第一阶段: 1991 年之前。是中国股市的初创阶段, 其最初的目的就是为国有企业融资。由于当时人们对这一新生事物还不很了解, 发行股票还要依靠组织动员来完成。在这个阶段中, 市场的建立和发展基本上完全依靠政策与行政力量来推动。

第二阶段: 1991~1992 年 5 月。这一阶段上证指数在一年之中, 涨幅高达 1262%, 令许多当初响应政府号召购买股票的人一夜致富。这要归功于 1992 年春天邓小平南巡讲话了的重要促进作用。与此同时, 中共中央也作出了一系列加快改革开放步伐的战略决策, 明确了改革开放的方向, 对股市产生了极大的正面效应。

第三阶段: 1992 年 6~1996 年 1 月。市场在 1992 年五月达到峰值之后, 便迅速开始下跌。在其后的 4 年中, 沪深股市基本上处于一种调整格局当中。其原因就是 1991 年 5 月底至 1992 年 5 月期间沪深股市的巨幅上涨开始使管理部门开始有意识地利用政策手段来抑制沪深股市的上涨。政府所采用的主要调控手段是扩容。新股大量、迅速上市, 引起投资者的担忧, 市场价格因此迅速下跌。

第四阶段: 1996~2000 年底。尽管股票价格在此期间有小幅波动, 但其总体趋势是不断上升的。因为 1996 年以后, 出于经济发展的需要特别是大量国有亏损企业解困的需要, 管理部门十分强调发挥证券市场的融资能力, 为国有企业的解困服务。在此阶段, 管理部门在政策上对证券市场基本上以扶持、呵护居多。而中间还不时采取的一些抑制过热市场的措施引致了此期间的一些波动。如, 12 月 16 日, 中央政府部门通过《人民日报》评论员文章的方式, 明确表达了对股指快速上扬的担忧及不赞成的态度, 同时, 也出台了一些抑制股市上行的

政策措施, 导致股市从 12 月 11 日的 1200 多点的峰值下滑到 12 月 25 日的 855 点。1997 年 5 月初起, 中央政府出台一系列抑市政策, 包括扩大股票发行的计划规模、提高股票交易印花税、禁止国有企业入市炒股等, 导致 7 月股指急速下落。1999 年中期, 市场曾较为低迷, 政策面便给予了非常强烈的正向信息激励。如《人民日报》发表社论, 肯定市场的上涨走势是恢复性上涨, 国家高层领导也发表讲话对市场的走势表示关心和肯定、允许三类企业入市等。上证指数快速突破了 1558 点的历史大关, 达到 1700 多点, 沪深两市的日成交量一再突破历史“天量”, 最高时达到 800 多亿元。

第五阶段: 2001 年至今。经过连续 5 年的高速发展, 证券市场自身的一些问题开始集中地表现出来, 管理层便开始把更多的注意力投入到市场的规范和治理当中。2001 年推出的国有股减持方案, 给整个市场带来了灾难性的后果, 导致股市一蹶不振至今。试行的股权分置改革方案又使一度低迷的股市稍有抬头。

通过以上的回顾和分析可以看到, 政策在我国证券市场的运行中发挥着十分重要的作用。我国证券市场的发展历史就是政策对证券市场进行调控的历史, 政策的巨手拨动着我国沪深股市跳动的脉搏, 创造出了一个又一个重要的市场底部与顶部。

## 四、结论

由以上分析可以发现, 中国的股市不具备经济发展的“晴雨表”作用, 其与宏观经济的发展是相背离的, 这主要是由于政策方向的多变性对股市产生的巨大影响, 政策导向依然在我国证券市场的运行中发挥着十分重要的作用。尽管中国经济快速发展, 市场化进程不断深化, 但还不能说已经建立起了市场经济体制, 因为中国正处于尚未完全脱离掉传统计划经济影响, 也未完全形成市场经济新体制的经济体制转型时期, 经济体制具有多元化财产关系结构、经济决策趋向分散、双重调节机制等明显转型发展时期的特征。这一时期中国的经济既不是计划经济, 也不是市场经济, 而是“转型发展”经济。处于转型发展时期的中国的经济运行, 既具有市场机制自发发挥作用、国家通过各种经济和法律等手段引导市场机制自觉发挥作用实现宏观调控的规范性的运作, 同时也存在传统计划体制影响与市场经济不断发展并存的非规范化或混沌运作。

在改革开放 20 年后的今天, 股票市场已是社会主义市场经济体系重要的且不可缺少的组成部分, 我们需要通过股票市场来推动企业制度改革, 实现企业制度创新, 优化资源配置和提高经营效益, 因此我们必须逐步完善股票市场的各项功能, 使其成为我国经济发展变化的“晴雨表”, 更好地为我国的经济发展服务, 为国有企业的改革服务。

## 【参考文献】

- [1]王聪, 段西军. 中国证券市场发展及经济增长的实证分析[J]. 南方金融, 2005, (7).
- [2]潘明霞, 陈永新. 中国股市与宏观经济形势的背离及原因分析[J]. 云南财贸学院学报, 2005, (4).
- [3]黄宗远. 证券市场中的政策作用机制与市场反应机制[J]. 广西社会科学, 2004(9).
- [4]王国刚. 中国股市走势与经济走势的异动机制探析[J]. 财贸经济, 2000, (1).